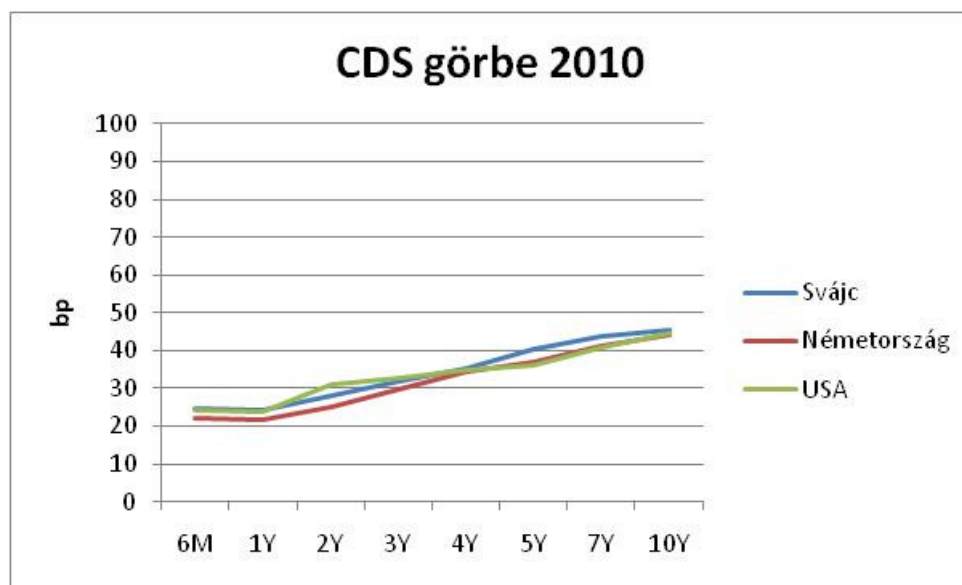


Élet a kockázatmentes kamat után

Amikor növekvő csődkockázatról beszélünk, mindenkinek az eurozóna déli országai, illetve Írország jutnak az eszébe, miközben a fejlett piacokon is elég jelentős átrendeződés zajlott le. A tőkepiacokon az állam mint adós csődje ellen is lehet biztosítást kötni, ezt a származtatott terméket nevezik credit default swapnak (CDS). Bázispontban jegyzik adott lejáratra, és a magasabb értékek magasabb csődkockázatot jeleznek.

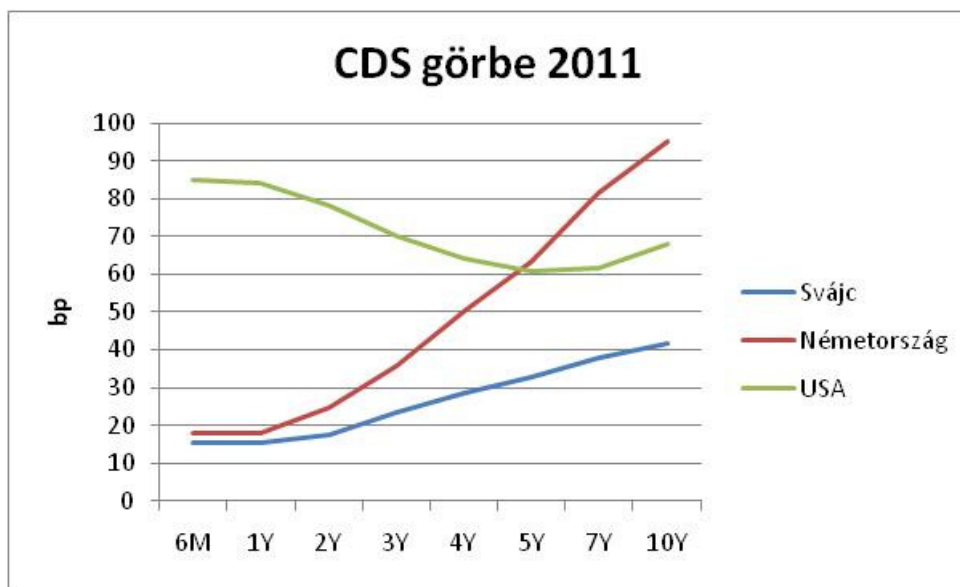
Az amerikai, német és svájci 5 éves CDS egy évvel ezelőtt szinte azonos szinten, 36, 37 és 40 bázisponton állt. Persze már ez a szint is viszonylag magas ahhoz képest, hogy eddig a fejlett országok állampapírjait kvázi kockázatmentesnek tekintettük, és a magyar ötéves csődkockázat is éppen itt állt négy évvel ezelőtt (ma 300 bázispont körül). A CDS-felárak lejárat szerint egyenletesen növekvő tendenciát mutattak, épp ahogyan a tankönyv alapján is elvárható: a bizonytalanság annál nagyobb, minél távolabb megyünk előre az időben. A csődkockázatot tehát szinte azonosan ítélte meg a piac ebben a G-10 e három, gazdaságilag fajsúlyos országában.



Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

A svájci CDS ma is körülbelül ott van, ahol egy évvel ezelőtt (inkább kicsit lejjebb), a másik két ország ötéves CDS-e viszont 65 bázispontra emelkedett. Ha a csődkockázat elleni biztosítás díjait lejárat szerint nézzük, a svájci CDS-görbe alakján különösebb változást nem észlelhettünk az elmúlt egy évben a kismértékű elmozdulás párhuzamosan zajlott. Eközben azonban a német és az amerikai felárak lejárat szerkezete rendszeresen megváltozott, ami annál is inkább érdekes, mert a kötvény-hozamgörbéken ebből semmi sem látszik. A német CDS-görbe három éves lejáraton belüli szakasza gyakorlatilag változatlan, a hosszabb vége azonban jelentősen, mintegy fél százalékponttal 95 bázispontra emelkedett egy év alatt, ami 16%-os! csődvalószínűségnek felel meg. Eszerint a piac nem a rövid távú

finanszírozhatósággal, hanem az adósság hosszabb távú fenntarthatóságával kapcsolatos félelmeket táplál a német esetben. Az amerikai csődkockázat lejáratí gőrbéje ennek szőges ellenkezőjét mutatta be, miután az öt éven túli lejáratok mindössze negyed százalékpontonnal emelkedtek, míg az egyéves CDS 24 bázispontonról 84-re szőkött. Ezzel „megelőz” olyan feltőrekvő gazdaságokat, mint Oroszország, Kazahsztán, Lengyelország, vagy Dél-Afrika, akiknek egy éves CDS felára 80 bázispont alatt van.

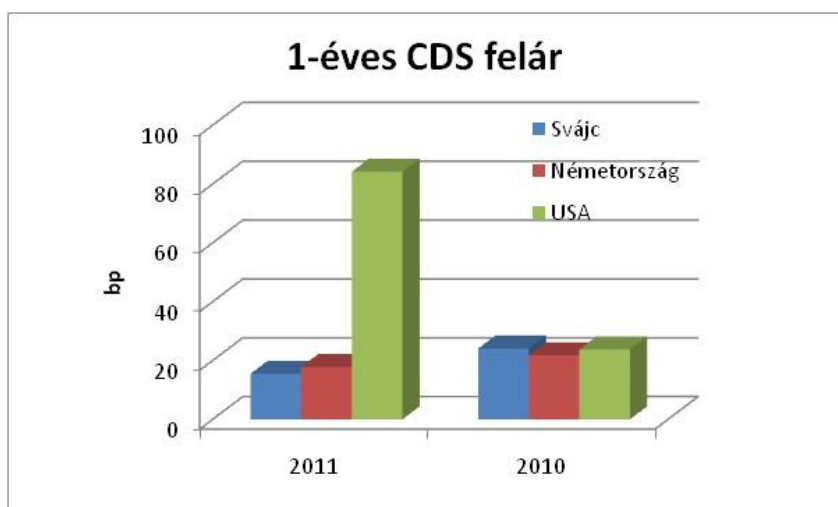


Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

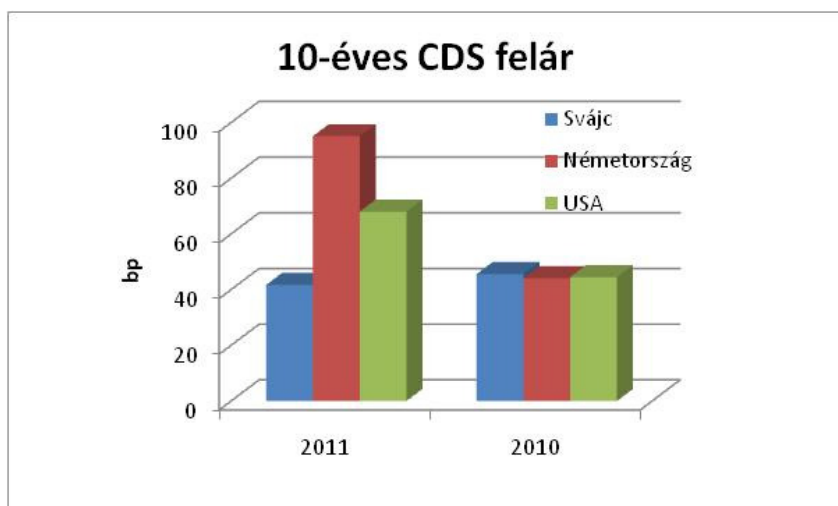
A német CDS-görbe mozgása mögött két különböző folyamat azonosítható. Először is, bár mindeddig sikerült a költségvetési hiányt kordában tartani (a 2008-as egyensúly csak 2-3,5 százalékos deficitig romlott az utóbbi három évben), a kamatszint még mindig alacsony, a növekedés pedig kimondottan erős volt, a német államadósság mégis egyre csak nőtt az elmúlt években. A 66 százalékos 2008-as GDP-arányos adósság tavalyra 83 százalékra emelkedett, amiben a pénzügyi szektor (Commerzbank, West LB) feltőkésítéséhez kapcsolódó különféle terhek játszották a főszerepet. Az emelkedő CDS másik mozgatója a periféria válságának közvetett hatása a német csődkockázat megítélésére. Itt köszön először vissza az az elméleti forgatókönyv, amitől az euró atyjai annak idején, az 1990-es évek közepén tartottak: ha nincs megfelelő fiskális koordináció és fegyelem, akkor egy-egy ország vagy országcsoport fiskális lazasága a teljes valutaövezet finanszírozási költségeit emeli. Az első trend még a divergencia volt: az egyes, túlzottan eladósodott országok kötvénypiacai recsegték-ropogtak a finanszírozási terhek alatt, majd több eurózána-tag is teljesen kiszorult a piacról, miközben a centrumországok kötvényeire, így a németre is, menekülési útvonalként tekintettek a befektetők. A legújabb, a júliusi EU-csúcs után felerősödő tendencia azonban már az euróövezet körül bábáskodó közgazdászokat látszik visszaigazolni, hiszen most úgy tűnik, a periféria adósságválságának hosszú távú kezelése az európai országok adósságmenedzsmentje, illetve általában a fiskális politikák közötti szorosabb integráción keresztül valósul meg.

A fentiekkel ellentétben az Egyesült Államokban az adósságplafon körüli patthelyzet okoz rövid távú bizonytalanságokat, miközben a piac egyelőre hosszú távú államadósság-

fenntarthatósági problémákat nem igazán áraz. Az adósságplafon egyike a fiskális fegyelmet biztosító eszközöknek az amerikai gazdaságpolitikai arzenálban. A republikánus ellenzék arra próbálja használni az adósságplafon vitájában létrejött alkupozícióját, hogy a plafon emelése fokozatosan történjen, vagyis csak rövid távra engedjen mozgásteret a kormánynak, majd később ismét újra kelljen tárgyalni a plafon kérdését. Emellett a költségvetési intézkedések szerkezetét is igyekeznek a nagyobb kiadáscsökkentés – kisebb adóemelés irányába nyomni. A huzavona nyomán komolyan megrendült az amerikai gazdaságba, kormányba vetett bizalom, amit tükröz az arany és az ezüst szárnyalása, az ausztrál és új-zélandi dollár erősödése, illetve maga az a tény is, hogy az egész görög dráma ellenére sem tudott gyengülni az euro a dollárral szemben.



Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő



Forrás: Bloomberg, Aegon Alapkezelő

Egy amerikai csődnek természetesen nemcsak az amerikai adósságot közvetlenül tartók látnák kárát. Az amerikai pénzügyi szektor a veszteségeken túlmenően is tőkehiánnyal nézne szembe, hiszen a baseli tőke megfelelési szabályok magasabb tőkekövetelményt írnának elő a „becsődölt” minősítésű eszközök után, a tőkét pedig abban a helyzetben pótolni teljesen

reménytelen volna. Emellett az összes repó és származtatott ügylet, amelynek fedezete az amerikai állampapír, értéktelenné válna. Láthatóan azért a piac abban bíz, hogy az amerikai politikusok megegyeznek, vagy ha azok nem is, a bürokraták találnak valami kikaput, amellyel az adósságszolgálat zavartalansága megőrizhető. Elvégre 1995-96 fordulóján is volt

hasonló eset, az amerikai állam akkor inkább lemondott bizonyos nem életbevágó szolgáltatásokról, illetve elbocsátásokkal reagált, de az adósság és az arra fizetett kamatok törlesztése simán ment tovább. Komoly esély van rá ugyanakkor, hogy az USA elveszíti tripla A-s minősítését akkor is, ha nem sikerül lezárni az elnök és a képviselőház elnöke közötti vitát az adósságplafon emeléséről, de abban az esetben is, ha ez megtörténik, mivel akkor a fiskális lazaság ad majd erre okot a hitelminősítőknek.

Egy biztos: a csillag-apróbetű elkel most már a „kockázatmentes” papírok mellé is, a tankönyvben és a gyakorlatban egyaránt.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Orbán Gábor – kötvény üzletág vezető

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.